

UVODNIK

Svet ECB je na seji 14. januarja 2010 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Sedanje obrestne mere ostajajo ustrezne. Glede na vse informacije in analize, ki so postale dostopne od zadnje seje Sveta 3. decembra 2009, se pričakuje, da bodo cenovna gibanja v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, ostala umirjena. Najnovejše informacije prav tako potrjujejo, da se je gospodarska aktivnost v euroobmočju proti koncu leta 2009 še naprej povečevala. Vseeno so nekateri dejavniki, ki podpirajo rast realnega BDP,časne narave. Svet ECB na splošno pričakuje, da bo gospodarstvo euroobmočja v letu 2010 raslo po zmerni stopnji, ob tem pa priznava, da bo proces okrevanja verjetno potekal neenakomerno in da so obeti povezani z negotovostjo. Rezultati denarne analize potrjujejo oceno o nizkih inflacijskih pritiskih v srednjeročnem obdobju, saj se rast denarja in rast kreditov še naprej vzporedno upočasnjujeta. Gledano v celoti Svet ECB pričakuje, da bo stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ohranjena in bo tako podpirala kupno moč gospodinjstev v euroobmočju. Srednjeročna do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostajajo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo srednjeročno ohranja pod 2%, vendar blizu te meje.

V okviru ekonomske analize najnovejše informacije potrjujejo, da se je po 0,4-odstotnem četrtletnem povečanju realnega BDP v tretjem četrtletju 2009 gospodarska aktivnost proti koncu lanskega leta še naprej povečevala. Na euroobmočje ugodno delujeta obrat v ciklu zalog in okrevanje izvoza, pa tudi velike makroekonomske spodbude, ki se zdaj izvajajo, ter ukrepi, ki so bili sprejeti za obnovitev delovanja finančnega sistema. Vseeno so številni dejavniki, ki podpirajo okrevanje gospodarstva,časne narave. Poleg tega bo gospodarska aktivnost verjetno dlje časa pod zaviralnim vplivom bilančnega prilagajanja v finančnem in nefinančnem sektorju tako znotraj kot tudi zunaj euroobmočja. Nadalje bodo nizke stopnje izkoriščenosti zmogljivosti verjetno zavirale investicije, brezposelnost pa naj bi se v euroobmočju še nekoliko povečala, kar bo upočasnjevalo rast potrošnje. Zato se pričakuje, da bo gospodarstvo euroobmočja v letu 2010 raslo le razmeroma počasi, proces okrevanja pa bo potekal neenakomerno.

Tveganja, ki so povezana s temi obeti, so po mnenju Sveta ECB še vedno približno uravnotežena. Na pozitivni strani je mogoče, da bodo učinki velikih makroekonomskih spodbud ter drugih sprejetih ukrepov politik močnejši od pričakovanih. Poleg tega se lahko zaupanje še izboljša, svetovno gospodarstvo in trgovinska menjava pa lahko

okrevata bolj, kot je predvideno. Na negativni strani zaskrbljenost še vedno vzbuja možnost večjih ali dolgotrajnejših negativnih povratnih učinkov med realnim gospodarstvom in finančnim sektorjem ter ponovna rast cen nafte in drugih primarnih surovin, stopnjevanje protekcionističnih pritiskov in morebitna neugodna tržna gibanja zaradi popravkov svetovnih neravnovesij.

Kar zadeva gibanje cen, se je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, decembra 2009 v euroobmočju pričakovano zvišala in dosegla 0,9% v primerjavi z 0,5% novembra. Povečanje je povezano predvsem z navzgor usmerjenimi baznimi učinki, ki izvirajo iz padca svetovnih cen energentov pred enim letom. Inflacija bo v bližnji prihodnosti po pričakovanjih ostala na ravni okrog 1%. Kar se tiče inflacijskih gibanj dlje v prihodnosti, bo v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, inflacija predvidoma ostala zmerna, splošna dinamika cen, stroškov in plač pa bo v skladu s počasnim okrevanjem povpraševanja v euroobmočju in drugod ostala oslABLJENA. Ob tem je treba ponovno poudariti, da ostajajo inflacijska pričakovanja v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo srednjeročno ohranja pod 2%, vendar blizu te meje.

Tveganja, ki spremljajo takšne inflacijske obete, ostajajo večinoma uravnotežena. Povezana so predvsem s prihodnjo gospodarsko aktivnostjo in gibanjem cen primarnih surovin. Poleg tega se zaradi konsolidacije javnih financ, ki bo potrebna v prihodnjih letih, lahko bolj, kot je pričakovano, povečajo posredni davki in nadzorovane cene.

Kot je razvidno iz denarne analize, je bila medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 in posojil zasebnemu sektorju v novembru negativna in je znašala -0,2% oziroma -0,7%. Sočasno znižanje obeh stopenj rasti na zgodovinsko nizko raven, ki je bilo v zadnjih mesecih zabeleženo v teh podatkovnih vrstah, potrjuje oceno o upočasnjeni osnovni dinamiki rasti denarja in nizkih inflacijskih pritiskih v srednjeročnem obdobju. V prihodnjem obdobju bo rast agregata M3 in kreditov verjetno še nekaj časa ostala šibka.

Znižanje dejanske rasti denarja verjetno kaže preveliko upočasnitev osnovne dinamike rasti denarja. To je posledica še naprej strme krivulje donosnosti, ki pojasnjuje prerazporejanje sredstev iz agregata M3 v dolgoročnejše vloge in vrednostne papirje. Obenem trenutno razmerje med obrestnimi merami še naprej spodbuja raznoliko gibanje glavnih komponent M3, saj ozek razpon med obrestnimi merami za različne kratkoročne bančne vloge zmanjšuje oportunitetne stroške prerazporejanja sredstev, na primer iz kratkoročnih vezanih vlog v vloge čez noč. Tako je agregat M1 v novembru še naprej

rasel po močni 12,6-odstotni medletni rasti, medtem ko je medletna rast M3 postala negativna.

Negativna medletna rast bančnih posojil zasebnemu sektorju zakriva dejstvo, da so se medletne stopnje rasti posojil gospodinjstvom vrnile v pozitivno območje, medtem ko je medletna rast posojil nefinančnim družbam postala še bolj negativna. Takšna razlika ostaja v skladu s preteklimi gospodarskimi cikli, pri čemer točka obrata v rasti posojil podjetjem običajno zaostaja za obratom v gospodarski aktivnosti. Pri gospodinjstvih pa so najnovejši podatki dodatno potrdili, da se je rast ustalila pri nizkih stopnjah. K zmanjševanju posojil nefinančnim družbam še naprej prispevajo predvsem velika neto odplačila posojil s krajšo zapadlostjo, medtem ko je zadolževanje in posojanje z daljšo zapadlostjo ostalo pozitivno. Skromen obseg proizvodnje in trgovinske menjave ter sedanji negotovi poslovni obeti bodo v prihodnjih mesecih verjetno še naprej zavirali povpraševanje podjetij po bančnem financiranju. Medtem so se pogoji financiranja za podjetja v zadnjih mesecih izboljšali, in sicer tako stroški bančnega kreditiranja kot tudi stroški tržnega financiranja. V tem pogledu lahko nadaljnji negativni tokovi kratkoročnih bančnih posojil nefinančnim družbam v zadnjih mesecih kažejo boljše možnosti pri nadomeščanju teh posojil z različnimi viri dolgoročnega financiranja.

Banke so še naprej zmanjševale obseg svoje skupne bilance stanja, predvsem z zmanjševanjem sredstev v razmerju do drugih bank. Še vedno so pred izzivom, kako prilagoditi obseg in strukturo bilance stanja ter hkrati zagotavljati ponudbo kreditov nefinančnemu sektorju. Banke bi se morale tega izziva lotiti tako, da izkoristijo izboljšane pogoje financiranja za nadaljnjo krepitev svoje kapitalske osnove in po potrebi v celoti izkoristijo državne ukrepe podpore pri dokapitalizaciji.

Povzamemo lahko, da sedanje ključne obrestne mere ECB ostajajo ustrezne. Glede na vse informacije in analize, ki so postale dostopne od zadnje seje Sveta 3. decembra 2009, se pričakuje, da bodo cenovna gibanja v obdobju, ki je pomembno za denarno politiko, ostala umirjena. Najnovejše informacije prav tako potrjujejo, da se je gospodarska aktivnost v euroobmočju proti koncu leta 2009 še naprej povečevala. Vseeno so nekateri dejavniki, ki podpirajo rast realnega BDP, začasne narave. Svet ECB na splošno pričakuje, da bo gospodarstvo euroobmočja v letu 2010 raslo po zmerni stopnji, ob tem pa priznava, da bo proces okrevanja verjetno potekal neenakomerno in da so obeti povezani z negotovostjo. Navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske in denarne analize potrjuje oceno o šibkih inflacijskih pritiskih v srednjeročnem obdobju, saj se rast denarja in rast kreditov

vzporedno upočasnjujeta. Gledano v celoti Svet ECB pričakuje, da bo stabilnost cen v srednjeročnem obdobju ohranjena in bo tako podpirala kupno moč gospodinjstev v euroobmočju. Srednjeročna do dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostajajo trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo srednjeročno ohranja pod 2%, vendar blizu te meje.

Svet ECB bo tudi v prihodnje nudil okrepljeno kreditno podporo bančnemu sistemu ter ob upoštevanju nadaljnega izboljševanja razmer na finančnih trgih preprečeval izkrivljanja, do katerih bi lahko prišlo, če bi nestandardne ukrepe vzdrževal predolgo. Svet ECB bo ravno tako še naprej postopno odpravljal izredne likvidnostne ukrepe, ki niso več potrebni v enakem obsegu kot v preteklosti. Da bi lahko učinkovito preprečil vsakršno grožnjo stabilnosti cen v srednjeročnem in dolgoročnejšem obdobju, bo umaknil zagotovljeno likvidnost, ko bo to potrebno. Zato bo Svet ECB tudi v prihodnjem obdobju zelo natančno spremljal vsa gibanja.

Na področju javnofinancijskih politik se številne države euroobmočja soočajo z velikimi fiskalnimi neravnovesji, ki se strmo povečujejo. Zelo visoko zadolževanje države prinaša tveganje hitrih sprememb v razpoloženju na trgu, kar lahko privede do manj ugodnih srednjeročnih in dolgoročnih tržnih obrestnih mer. To bi po drugi strani zavrlo zasebne investicije in s tem oslabilo temelje za trajnejšo gospodarsko rast. Poleg tega bi lahko visoka raven javnofinančnega primanjkljaja in dolga dodatno obremenjevala denarno politiko in spodkopala verodostojnost določb Pogodbe o delovanju Evropske unije ter Pakta za stabilnost in rast kot ključnega stebra ekonomske in monetarne unije. Svet ECB vse vlade zato poziva, naj pravočasno oblikujejo in izvedejo ambiciozne strategije javnofinančnega izhoda in konsolidacije, ki temeljijo na realističnih predpostavkah glede gospodarske rasti, in velik poudarek namenijo reformi proračunskih odhodkov. O znižanju davkov bi bilo smiselno razmišljati samo na srednji rok, ko bodo države pridobile dovolj manevrskega prostora za proračunske prilagoditve. V tem pogledu minimalne zahteve za vse države euroobmočja predstavljajo sedanje zaveze držav, po katerih naj bi se proračunska konsolidacija začela najkasneje v letu 2011 in naj bi bistveno preseгла strukturno referenčno vrednost 0,5% BDP letno. Uspeh strategij javnofinančnega prilagajanja bo ključno odvisen tudi od ustreznih nacionalnih proračunskih pravil in institucij, za kar so potrebni pregledni proračunski postopki ter zanesljiva in popolna statistika državnih financ.

Na področju strukturnih reform bi morale pomembno vlogo imeti ustrezno prestrukturiranje bančnega sektorja. Zdrave poslovne bilance, učinkovito upravljanje s tveganji ter vzdržljivi poslovni modeli so ključni pri krepitvi odpornosti bank na šoke, s čimer bodo vzpostavljeni temelji za vzdržno gospodarsko rast in finančno stabilnost.

Eurosistem bo predložil svoje odgovore Evropski komisiji v okviru javnega posvetovanja o strategiji EU 2020, ki naj bi nasledila sedanjo lizbonsko strategijo. Da bi se uspešno lotili prihodnjih izzivov, bi se morala strategija EU 2020 osredotočiti na povečanje potencialne rasti in ustvarjanje visoke ravni zaposlenosti prek dobro delujočega trga dela in trga proizvodov, zdravega finančnega sistema in vzdržne javnofinančne politike. Cilj je uresničiti konkurenčno socialno tržno gospodarstvo, kot je to določeno v Pogodbi.

V tokratni številki Mesečnega biltena so objavljeni trije članki. Prvi članek opisuje, kako je ECB ocenjevala, signalizirala in izvajala naravnost denarne politike v okviru nedavne finančne krize. Drugi članek ocenjuje odnose ECB z drugimi relevantnimi institucijami in organi v Evropski uniji, ki so bili ustanovljeni od uvedbe eura. Tretji članek pa predstavlja kratek pregled in oceno pravic gospodinjev v okviru državnih pokojninskih sistemov v euroobmočju.